

# 光环新网 (300383)

证券研究报告

2025年01月09日

## 具备 IDC 资源优势，算力租赁业务规模迅速提升

**IDC 和云计算双轮驱动公司业绩。**光环新网成立于 1999 年，主营业务为互联网数据中心服务及其增值服务、云计算服务、互联网宽带接入服务以及其他互联网综合服务，营业收入在 15-16 年收购中金云网、无双科技以及运营亚马逊中国业务后大幅增长。2024 年上半年 IDC 及增值服务占总毛利的 62%、云计算及相关服务占比为 36%，两块业务为公司的利润主要来源。

**AIDC 需求高增，传统 IDC 有所放缓。**我国加速推进新型信息基础设施建设的步伐，陆续出台了多项政策，鼓励数据中心行业发展与创新，2023 年我国 IDC 业务市场规模为 5,078.3 亿元，同比增长 25.6%，同时已经建成和在建的智算中心超过 250 个，根据 IDC 与浪潮信息发布的《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，到 2027 年智能算力规模年复合增长率将达 33.9%，仍存较大缺口。

**价格下降趋势放缓。**根据 IDC 圈分析，2022 年之前的几年，IDC 服务商为争取客户订单，通常采用降低价格的方式。但随着数据中心产业链的成熟和完善、电力改革的推进，由数据中心建设运营成本带来的降价空间逐渐缩小，电价上升挤压服务商盈利空间，2022 年北京及周边地区 IDC 机柜租赁价格战有所趋缓。

**光环新网具备核心区域资源优势。**光环新网在北京、天津、河北燕郊、上海等七个城市及地区开展 IDC 业务，截至 2023 年年报，公司已投产机柜达 5.2 万个，全国范围内各数据中心项目全部达产后将拥有超过 11 万个机柜的运营规模。2024 年重点推进天津以及上海二期项目，天津一二期总规模 1.5 万个机柜，已完成天津部分项目的预售工作，预计最快将于 2025 年上半年陆续交付客户，上海嘉定二期 5000 个机柜已具备交付条件。公司也提供算力服务，截止 2024 年三季度算力业务规模已超过 3,000P，而 2024 年中报时仅为 2,000P，增幅较快。

**稳健经营亚马逊 AWS 业务。**公司运营亚马逊云科技北京区域云计算服务，利用公司北京及周边地区的基础设施面向中国境内客户提供服务，运营 AWS 业务已近 8 年时间，落地了近 500 项新功能或新服务，从计算、存储和数据库等基础设施技术，到机器学习、人工智能、数据湖和分析以及物联网等新兴技术，赋能跨境电商、泛娱乐、智能制造、游戏、生命科学、金融等行业客户。

**盈利预测与投资建议。**预计 2024 年-2026 年归母净利润为 4.73 亿元、6.53 亿元、8.37 亿元，分别同比增长 22%、38%、28%，对应 24-26 年 PE 分别为 53 倍、38 倍、30 倍。基于公司 IDC 业务机架逐步达产，上架率有望逐步提高，同时 AI 算力需求正从训练逐步转向推理，公司拥有核心区域资源、未来有望受益，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**产业政策趋严可能带来的运营风险；行业竞争加剧导致的风险；运营成本增加带来的风险；算力转型可能带来的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,191.03	7,855.46	7,857.79	8,611.28	9,456.19
增长率(%)	(6.61)	9.24	0.03	9.59	9.81
EBITDA(百万元)	2,940.34	1,640.06	1,512.23	1,859.89	2,199.28
归属母公司净利润(百万元)	(879.92)	387.96	473.32	653.16	836.51
增长率(%)	(205.23)	(144.09)	22.00	37.99	28.07
EPS(元/股)	(0.49)	0.22	0.26	0.36	0.47
市盈率(P/E)	(28.34)	64.27	52.68	38.17	29.81
市净率(P/B)	2.06	2.00	1.93	1.70	1.61
市销率(P/S)	3.47	3.17	3.17	2.90	2.64
EV/EBITDA	4.94	10.79	16.36	12.04	9.92

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	通信/通信服务
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	13.87 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,797.59
流通 A 股股本(百万股)	1,793.74
A 股总市值(百万元)	24,932.61
流通 A 股市值(百万元)	24,879.21
每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	30.93
一年内最高/最低(元)	15.88/6.74

### 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**康志毅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110522120002  
kangzhiyi@tfzq.com

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**林屹皓** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520040001  
linhonghao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《光环新网-年报点评报告:短期疫情有所影响，期待 IDC+云稳步发展》2022-04-21
- 《光环新网-年报点评报告:IDC 和云稳步发展，上架率提升+新增项目推动长期成长》2021-04-21
- 《光环新网-半年报点评:业绩符合预期，IDC、云计算业务持续发展》2020-08-29

## 内容目录

1. IDC 及云计算双轮驱动，具备核心资源优势.....	3
2. IDC 业务：AIDC 需求高速增长，价格已经相对底部徘徊.....	4
2.1. IDC 行业稳健并向 AIDC 加速进化，价格竞争放缓.....	4
2.2. 光环国内外市场布局，环京收入有望快速增长.....	6
3. 云计算：亚马逊 AWS 稳健发展，无双科技受广告行业影响.....	8
3.1. 亚马逊 AWS 稳健发展.....	8
3.2. 无双科技受经济影响大.....	8
4. 盈利预测及投资建议.....	9
风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：光环新网 2014 年-2024 年前三季度营业收入及归母净利润情况（百万元）.....	3
图 2：2024 年上半年各业务收入占比.....	4
图 3：2024 年上半年各业务毛利占比.....	4
图 4：2019-2023 年中国整个 IDC 业务市场规模（亿元）.....	5
图 5：2019-2025 年中国传统 IDC 需求.....	5
图 6：2023 年中国 Top5 数据中心服务商市场份额.....	5
图 7：2023 年中国 Top5 数据中心服务商市场份额.....	6
图 8：光环新网北京房山数据中心.....	6
图 9：光环新网天津宝坻数据中心.....	6
图 10：光环新网长沙数据中心.....	7
图 11：2016-2024 年上半年光环 IDC 业务收入及毛利率（百万元）.....	7
图 12：2024 年上半年光环新网 IDC 收入的各区域收入占比.....	7
图 13：2023 年上半年中国公有云 IaaS 市场份额.....	8
图 14：无双科技优势.....	9
表 1：光环新网发展历程.....	3
表 2：光环新网分业务预测.....	9
表 3：可比公司估值对比.....	10

## 1. IDC 及云计算双轮驱动，具备核心资源优势

北京光环新网科技股份有限公司成立于 1999 年，公司主营业务为互联网数据中心服务及其增值服务（IDC）、云计算服务、互联网宽带接入服务（ISP）以及其他互联网综合服务，为数字化转型中的中国企业提供全栈数字基础设施综合服务。公司凭借优质的数据中心资源、高效的交付能力、先进的运维水平、高弹性多层级的多云服务，赋能千行百业数字化转型，已成为国内众多领先互联网企业、金融机构、政务、消费品企业的长期合作伙伴和服务提供商。

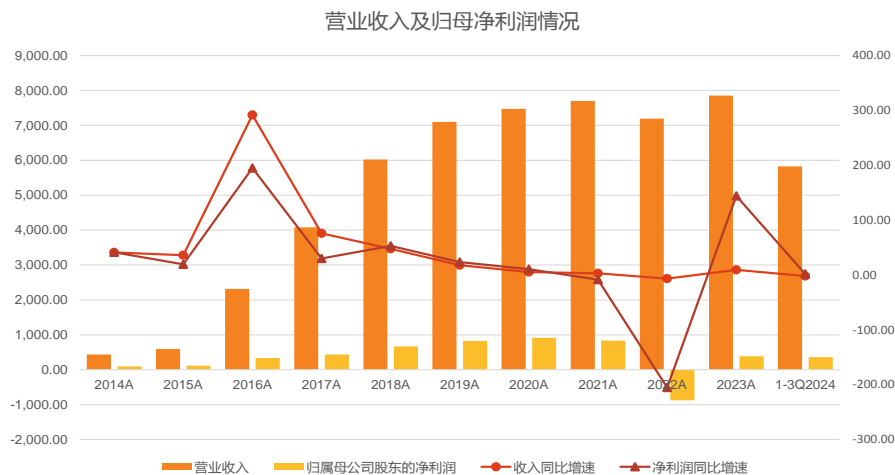
表 1：光环新网发展历程

时间	发展历程
1999 年	北京光环新网数字技术有限公司成立；
2000 年	获准经营计算机信息网络国际联网业务（ISP 服务资质）；
2001 年	获得中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证；自建东直门东环互联网数据中心并投入运营，在北京市场率先开展 IDC 业务；
2002 年	参加弱电资质重新就位核定工作，由综合布线二级资质定位为建筑智能化工程专业承包二级资质；
2007 年	获颁中华人民共和国增值电信业务（因特网接入服务业务、因特网数据中心业务）全网跨地区经营许可，获准在全国主要城市经营相关业务；
2009 年	进行股份制改造，更名为：北京光环新网科技股份有限公司；
2010 年-2011 年	光环新网酒仙桥数据中心建成并投入运营；公司与 KDDI 合作建设亦庄数据中心；
2012 年	中国证券监督管理委员会创业板发审会审议通过北京光环新网科技股份有限公司在深交所创业板上市首发申请；
2013 年	燕郊云计算基地一期数据中心建成并投入运营；
2014 年	北京光环新网科技股份有限公司在深交所挂牌上市
2015 年	北京光环新网科技股份有限公司全资收购北京中金云网科技有限公司和北京无双科技有限公司。
2016 年	光环新网与亚马逊技术服务有限公司签订协议，运营亚马逊云科技中国（北京）区域云服务；
2021 年	房山绿色云计算中心二期、燕郊云计算中心三四期、上海云计算中心二期等项目完成建设并投入运营；
2022 年	光环新网长沙云计算中心、光环新网天津宝坻云计算中心和光环新网杭州云计算中心全面投入建设；
2023 年	高性能算力业务上线 开启智算时代新篇章；启动马来西亚云计算/智算基地项目，开启海外市场业务布局；

资料来源：光环新网官网，天风证券研究所

光环新网收入在 15-16 年收购中金云网、无双科技以及运营亚马逊中国业务后大幅增长，2020 年收入规模达到 75 亿元，归母净利润达到 9.1 亿元，2014-2020 年复合增长率分别为 61%、46%。2021 年因为新建数据中心投产转固，导致折旧摊销等固定成本增加，另外 2021 年新冠疫情、教育行业“双减”和房地产调控政策也有负面影响，相关行业云计算客户收入减少，净利润出现下滑，2022 年公司对中金云网、无双科技计提商誉减值致使利润出现亏损，2023 年重新盈利，2024 年前三季度归母净利润同比略有增长。

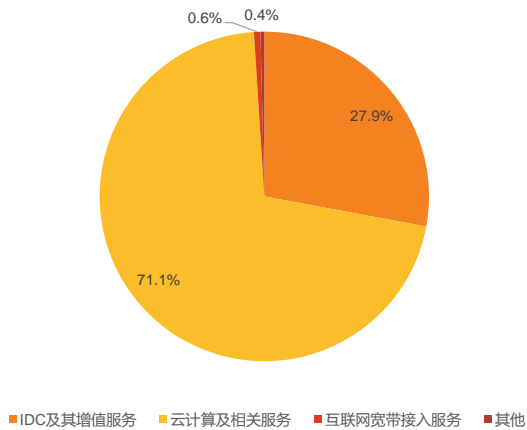
图 1：光环新网 2014 年-2024 年前三季度营业收入及归母净利润情况（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

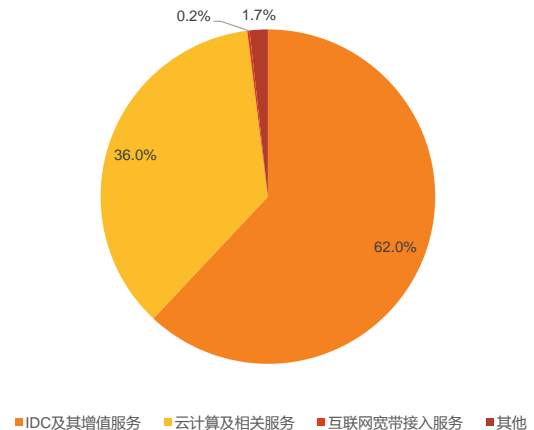
从收入和毛利结构看，2024 年上半年公司云计算及相关服务、IDC 及增值服务是收入的主要来源，其中 IDC 及增值服务占收入比重为 28%、云计算及相关服务占比为 71%，而从毛利结构看，IDC 及增值服务占总毛利的 62%、云计算及相关服务占比为 36%，因此 IDC 及增值服务是公司利润的主要来源。

图 2：2024 年上半年各业务收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2024 年上半年各业务毛利占比



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. IDC 业务：AIDC 需求高速增长，价格已经相对底部徘徊

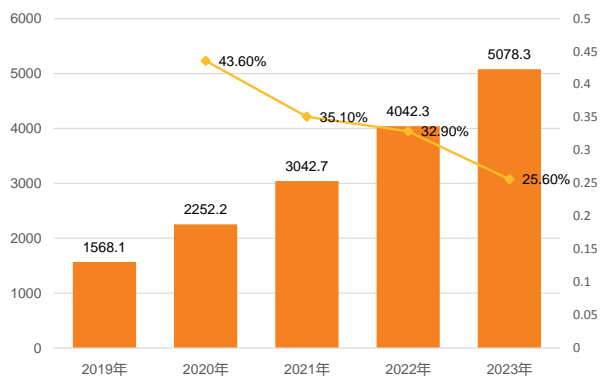
### 2.1. IDC 行业稳健并向 AIDC 加速进化，价格竞争放缓

**政策加快新基建步伐。**我国加速推进新型信息基础设施建设的步伐，陆续出台了《“十四五” 数字经济发展规划》、《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023）》、《算力基础设施高质量发展行动计划》等多项政策，鼓励数据中心行业发展与创新。在数字经济带动下，中国传统 IDC 行业保持稳定发展、持续优化的态势，IDC 市场规模持续扩大。“东数西算”工程的启动加快了我国 IDC 行业一体化发展的步伐，加强区域协同联动，推进热点区域与中西部地区、一线城市与周边地区的数据中心协调发展，引导数据中心集群化发展。

根据科智咨询《2023-2024 年中国 IDC 行业发展研究报告》，2023 年中国整体 IDC 业务市场规模为 5,078.3 亿元，较 2022 年增长 25.6%。2023 年宏观经济有所回暖，传统 IDC 市场需求下降，公有云在传统行业数字转型的驱动下缓慢增长，智算中心租赁业务开始起步，整体 IDC 市场增速放缓。2023 年中国传统 IDC 需求市场规模达到 152.5 万架，总计 IT 负载 7,059MW，较前几年需求增长仍相对低迷。新增需求主要来自于互联网行业客户、金融以及物流等数据密集的传统行业头部企业。中国传统 IDC 需求结构基本稳定，公有云、互联网 IDC 需求占比达到 86%，分别为 42%和 44%，传统行业需求占比为 14%。

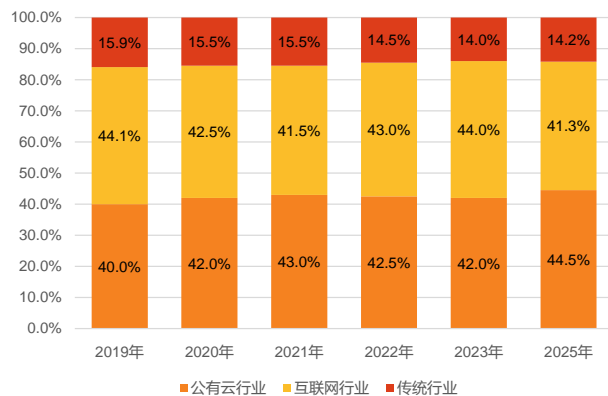
**AIDC 需求高速增长。**随着 AI 技术发展趋于成熟，生成式人工智能、大模型等应用商用落地，各行各业的 AI 应用渗透度不同程度加深，我国智算中心项目正在加速建设落地。2023 年起国内智算中心的建设进入了高速增长期，根据中国 IDC 圈不完全统计，截至 2024 年 5 月份，国内已经建成和在建的智算中心超过 250 个，分布在全国各地，涵盖了从东部沿海到西部内陆的多个省份。根据国际数据公司 IDC 与浪潮信息发布的《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，预计到 2027 年我国智能算力规模有望突破 1,117EFLOPS，中国智能算力规模年复合增长率将高达 33.9%，我国智能算力基础设施仍存在较大缺口。数据中心行业具备极强的以需定供的市场特征，作为算力关键承载底座，算力需求智能化将促进传统 IDC 向 AIDC 进化，拉动智能算力规模高速增长。

图 4：2019-2023 年中国整个 IDC 业务市场规模（亿元）



资料来源：科智咨询，光环新网 24 年半年报，天风证券研究所（统计口径包括获得中国境内经营许可的服务商的传统 IDC 业务收入（含机柜、带宽、增值服务收入）以及公有云 IaaS+PaaS 业务收入）

图 5：2019-2025 年中国传统 IDC 需求

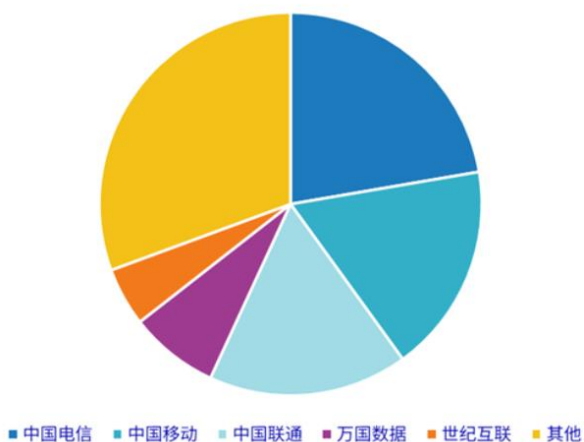


资料来源：科智咨询，光环新网 24 年半年报，天风证券研究所

**电信运营商在数据中心服务商市场下滑。**2023 年中国数据中心服务市场中三大运营商仍占据主导地位，但是市场份额开始快速下滑，三大运营商合计份额从 2022 年的 60.2% 下降到 2023 年的 56.9%。2023 年下半年开始，三大运营商均不再披露 IDC 业务收入，在云服务收入规模上体量后，为了维持云业务的高增速，运营商内部将加快 IDC 业务向云业务的转型。

图 6：2023 年中国 Top5 数据中心服务商市场份额

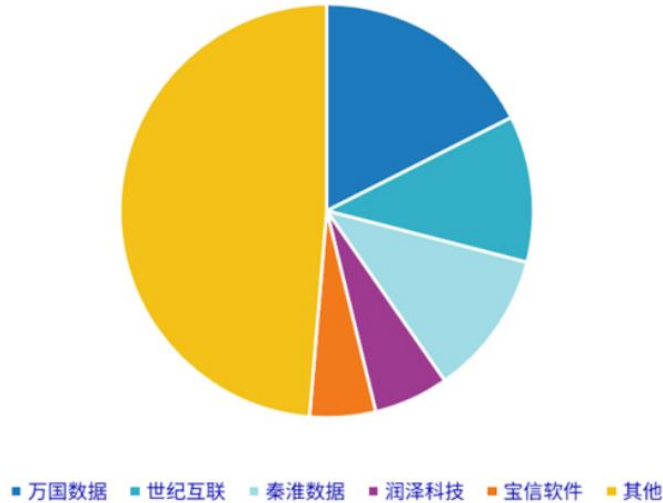
中国 Top 5 数据中心服务商市场份额，2023



资料来源：云头条公众号，IDC 咨询，天风证券研究所

**第三方数据中心服务商份额集中。**虽然在行业经营环境不景气的情况下，所有服务商的营收增速均不达预期，但是头部服务商依托核心地段资源优势以及更优质的经营能力在快速攫取更多的市场份额，Top5 服务商市场份额从 2022 年的 48.8% 提升到 2023 年的 51.3%。同时，头部第三方服务商在加强多元化服务能力，一是依托资源及网络优势，提供相关的近云及多云/混合云管理服务；二是部分 IDC 厂商，如世纪互联、光环新网、首都在线等，以资源为核心，整合相关生态，向 AI IaaS 服务商转型。

图 7：2023 年中国 Top5 数据中心服务商市场份额



资料来源：云头条公众号，IDC 咨询，天风证券研究所

**价格下降趋势放缓。**根据 IDC 圈 2023 年分析，2022 年之前的几年，IDC 服务商为争取客户订单，通常采用降低价格的方式。但随着数据中心产业链的成熟和完善、电力改革的推进，由数据中心建设运营成本带来的降价空间逐渐缩小，电价上升挤压服务商盈利空间，2022 年北京及周边地区 IDC 机柜租赁价格战有所趋缓。一线城市虽是需求集聚地，但供给也充足，目前依旧需要消耗前期储备资源，短期内供大于需。长期看，一线城市审批、节能减碳要求均趋严，需求将向周边溢出，周边将成为建设重点地区。

## 2.2. 光环国内外市场布局，环京收入有望快速增长

**国内外市场布局。**光环新网在北京、天津、河北燕郊、上海、浙江杭州、湖南长沙、新疆乌鲁木齐等七个城市及地区开展的互联网数据中心业务进展顺利，形成了以北京为中心辐射京津冀、以上海为中心辐射长三角、以长沙为起点推动华中及西部地区业务发展的全国战略布局。截至 2023 年年报，公司已投产机柜达 5.2 万个，全国范围内各数据中心项目全部达产后将拥有超过 11 万个机柜的运营规模。2023 年末公司正式启动和控股股东共同投资在马来西亚建设智算/云计算基地项目。

图 8：光环新网北京房山数据中心



公司北京房山数据中心

资料来源：光环新网 23 年年报，天风证券研究所

图 9：光环新网天津宝坻数据中心



公司天津宝坻数据中心

资料来源：光环新网 23 年年报，天风证券研究所

**2024 年重点推进天津以及上海二期项目。**公司天津宝坻数据中心是公司在天津地区的超大规模全栈高定制化数据中心园区，已启动一期和二期项目。一期项目已完成了土建建设，二期项目于 2023 年 4 月开工，目前仍处于前期土建工程建设阶段，一期规模为 5000 个机柜、二期为 10000 个机柜，截至 2024 年上半年，公司已完成天津部分项目的预售工作，正在根据客户需求抓紧建设，公司预计最快将于 2025 年上半年陆续交付客户。上海嘉定二期项目顺利完成建设工作，二期规模为 5000 个机柜，二期项目部分投产，二期项目已全部预售，根据客户需求正在加速推进机电项目建设进度，公司预计 24 年内可实现交付。

图 10：光环新网长沙数据中心



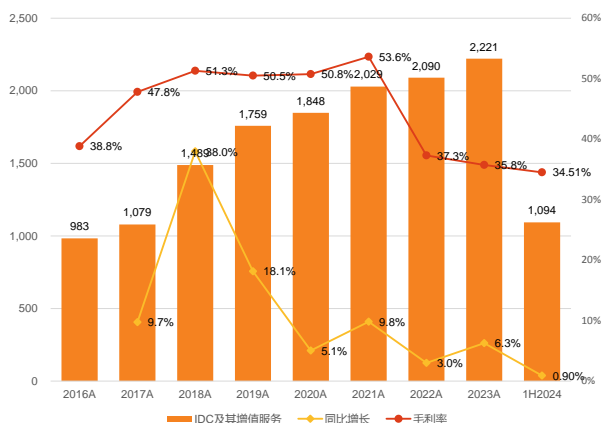
公司长沙数据中心

资料来源：光环新网 23 年年报，天风证券研究所

**算力服务规模已经超过 3,000P，环比增长 50%。**2023 年 8 月公司以北京亦庄地区的自有数据中心资源，正式向行业客户推出高性能算力业务。2024 年 3 月，公司进一步扩展算力业务范围，在天津赞普云计算中心部署了可供客户使用的推理场景算力资源。公司计划在内蒙古和林格尔新区投资建设智算中心项目，计划投资总额约 12.35 亿元。2024 年三季度公司算力业务规模已超过 3,000P，而 2024 年中报时仅为 2,000P。

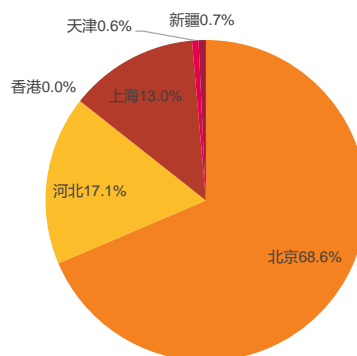
**环京区域是公司收入主要来源，IDC 价格已处于底部。**公司 IDC 收入主要来源为京津冀地区，其中今年上半年北京区域收入占比为 69%，河北为 17%，随着天津宝坻、上海嘉定项目的推进，预计天津和上海的收入比重有望扩大。2024 年上半年公司 IDC 及其增值服务收入为 10.94 亿元，同比增长 0.9%，毛利率 34.51%，相比 2023 年有所略有下降，主要原因是国内的数据中心行业竞争非常激烈，仍处于供过于求的阶段，价格仍在底部徘徊；同时电费上涨、公司数据中心运营规模扩张、上架率增长，导致近年来 IDC 业务电费成本持续增加，加上建设运营成本持续上涨，新投产项目所产生的设备折旧成本增加，节能设备投入，导致公司的运营成本持续增加。

图 11：2016-2024 年上半年光环 IDC 业务收入及毛利率(百万元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2024 年上半年光环新网 IDC 收入的各区域收入占比



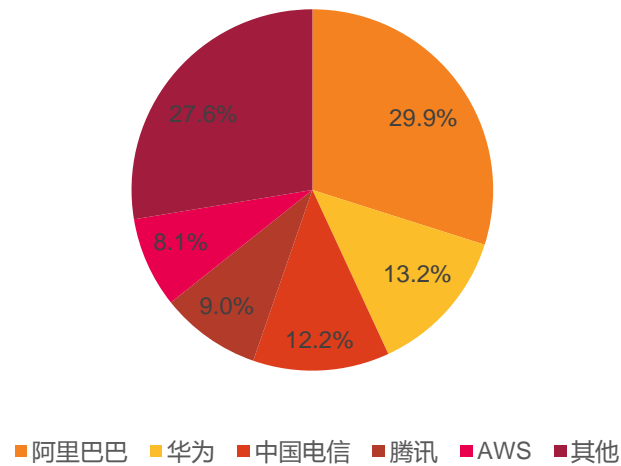
资料来源：光环新网 2024 年半年报，天风证券研究所

### 3. 云计算：亚马逊 AWS 稳健发展，无双科技受广告行业影响

#### 3.1. 亚马逊 AWS 稳健发展

23 年上半年 AWS 在 IaaS 市占率为 8.1%。根据 IDC 数据显示，2023 年上半年阿里云、华为云、中国电信、腾讯云和 AWS 为市场排名前五，市场份额总和为 72.4%，市场集中度同比下降 3.0%，其中 AWS 市占率为 8.1%。

图 13：2023 年上半年中国公有云 IaaS 市场份额



资料来源：深圳市电子商会，IDC，中商产业研究院，天风证券研究所

公司运营亚马逊云科技北京区域云计算服务，利用公司北京及周边地区的基础设施面向中国境内客户提供服务。公司运营 AWS 业务已近 8 年时间，截止 24 年半年报落地了近 500 项新功能或新服务，从计算、存储和数据库等基础设施技术，到机器学习、人工智能、数据湖和分析以及物联网等新兴技术，为客户提供多样的服务及功能，赋能跨境电商、泛娱乐、智能制造、游戏、生命科学、金融等行业客户，助力更多客户实现业务创新与智能化管理，帮助客户实现能源节省和低碳运行，持续优化成本，实现绿色可持续发展。亚马逊云科技在中国推出的“亚马逊云科技生成式 AI 合作伙伴计划”，针对汽车、制造、生命科学、零售电商、媒体娱乐、游戏、软件服务、金融八个行业组建了专门的行业团队，推行行业化战略，为客户提供更广泛的安全解决方案选择，帮助合作伙伴将解决方案迁移上云并与亚马逊云科技不断推出的新服务和功能适配和无缝集成，助力其解决方案的云优化和产品 SaaS 化，以及支持合作伙伴解决方案上架亚马逊云科技 Marketplace 等。

#### 3.2. 无双科技受经济影响大

无双科技 2008 年成立于美国硅谷，创始团队及核心成员毕业于斯坦福、清华等国内外顶级学府，专注于为广告主提供基于搜索引擎、移动营销、程序化购买、整合营销、新媒体营销的一站式营销服务。通过大数据分析帮助广告主进行精准定向投放并不断提升广告投放效率。百度、腾讯等媒体核心代理商，百度开发者平台官方合作伙伴。总部设在北京，并在上海、武汉、南京、深圳和美国硅谷设有分公司和办事处，现有员工 350 多人。无双科技 80% 以上拥有百度资格认证优化师，同时有着业内专业的自主研发搜索引擎营销工具，目前服务数十个行业近万家客户，是细分领域内极具规模的解决方案提供商。

无双科技在经济增速放缓和行业政策调整的影响下，客户近几年面临着比较大的行业调整，对无双科技业务产生了较大影响，2022 年无双科技全额计提商誉减值。无双科技也通过积极调整客户结构，拓展新的业务方向。



图 14：无双科技优势



**大数据广告专家**

主流媒体官方合作伙伴，SEM+DSP+新媒体全方位在线营销  
每年为客户管理超过50亿的广告投放费用

**丰富的项目经验**

客户分布在旅游、互联网金融、电商、垂直媒体  
娱乐等各行业，从初创企业到行业龙头，覆盖2B和2C市场



资料来源：无双科技官网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 分业务预测情况：

- 1、IDC 及其增值服务：预计 2025 年开始随着国内 IDC 价格企稳，同时公司达产机架数以及上架率有望逐步提升，收入增速有望加快，毛利率水平预计将回升。
- 2、云计算相关服务：预计 2024 年-2026 年亚马逊 AWS 收入有小幅增长，而无双科技因受广告业务影响，收入下滑或持平。

表 2：光环新网分业务预测

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
IDC 及其增值服务	2,090.2	2,221.5	2,228.2	2,696.1	3,240.7
同比增长	3.0%	6.3%	0.3%	21.0%	20.2%
收入占比	29.1%	28.3%	28.4%	31.3%	34.3%
毛利率	37.3%	35.8%	35.6%	36.8%	37.3%
云计算及相关服务	5,014.8	5,544.3	5,540.0	5,824.5	6,123.7
同比增长	-10.3%	10.6%	-0.1%	5.1%	5.1%
收入占比	69.7%	70.6%	70.5%	67.6%	64.8%
毛利率	6.0%	7.9%	8.4%	8.8%	9.0%
互联网宽带接入服务	54.9	53.9	53.9	53.9	53.9
同比增长	4.1%	-1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
毛利率	7.6%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
其他	31.2	35.8	35.8	36.9	38.0
同比增长	15.5%	-40.0%	0.0%	3.0%	3.0%
收入占比	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
毛利率	73.2%	58.8%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

### 盈利预测与投资建议

预计公司 2024 年-2026 年收入规模分别为 78.58 亿元、86.11 亿元、94.56 亿元，分别同比增长 0.03%、9.59%、9.81%；预计 2024 年-2026 年归母净利润为 4.73 亿元、6.53 亿元、8.37 亿元，分别同比增长 22%、38%、28%，对应 24-26 年 PE 分别为 53 倍、38 倍、30 倍，估值与行业平均水平相当，但基于公司 IDC 业务机架逐步达产，上架率有望逐步提高，同时 AI 算力需求正从训练逐步转向推理，公司拥有核心区域资源、未来有望受益，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值对比

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (倍)		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
润泽科技	845	17.62	22.16	32.21	48	38	26
科华数据	133	5.08	5.39	7.53	26	25	18
奥飞数据	122	1.41	1.74	2.64	86	70	46
数据港	109	1.23	1.48	1.85	89	74	59
宝信软件	781	25.54	29.78	36.80	31	26	21
<b>平均</b>						<b>47</b>	<b>34</b>
光环新网	249	3.88	4.73	6.53	64	53	38

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：可比公司净利润采用 Wind 一致预期，截至 2024 年 1 月 8 日收盘价）

### 风险提示

**产业政策趋严可能带来的运营风险。**在国家双碳政策的有序推进下，各地区未来可能会针对数据中心绿色发展出台更加严格的政策。公司数据中心如不能满足政策要求，有可能面临不能按时交付、项目关停整改等风险。

**行业竞争加剧导致的风险。**国家新基建政策下各省市纷纷出台优惠政策和机制鼓励数据中心发展，在市场需求导向和政策红利支撑下，众多传统企业转型数据中心行业，导致市场供给快速增长的风险。

**运营成本增加带来的风险。**随着公司数据中心在建项目推进，业务规模持续扩张，建设运营成本持续上涨，加之短期内数据中心供应量增加迅猛，市场需求受经济增速放缓影响，导致公司产能释放不足，机柜上架进度不及预期，新投产项目所产生的设备折旧成本增加，将对公司业绩产生不利影响。

**算力转型可能带来的风险。**从供需角度看，目前算力供不应求，算力租赁厂商拥有较强的议价能力，而一旦出现供过于求的情况，算力租赁价格将趋于理性，可能产生后期收益无法覆盖前期投入的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,258.92	2,423.91	2,668.69	5,252.88	5,768.28
应收票据及应收账款	2,259.22	2,183.83	2,618.15	2,405.10	3,005.95
预付账款	445.12	625.37	380.55	735.51	455.81
存货	14.11	13.90	13.48	16.01	15.93
其他	1,684.16	763.24	924.60	808.87	1,034.31
<b>流动资产合计</b>	<b>6,661.53</b>	<b>6,010.25</b>	<b>6,605.46</b>	<b>9,218.37</b>	<b>10,280.28</b>
长期股权投资	30.76	28.97	28.97	28.97	28.97
固定资产	7,589.79	7,779.78	7,808.96	7,726.04	7,482.21
在建工程	1,379.09	1,806.51	1,544.56	1,431.19	1,351.83
无形资产	1,197.00	1,167.99	1,134.76	1,101.31	1,067.75
其他	2,452.39	2,077.77	2,184.85	2,045.20	2,029.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,649.04</b>	<b>12,861.03</b>	<b>12,702.10</b>	<b>12,332.72</b>	<b>11,959.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,310.57</b>	<b>18,871.28</b>	<b>19,307.57</b>	<b>21,551.09</b>	<b>22,240.15</b>
短期借款	384.29	965.77	1,003.00	1,119.51	1,065.13
应付票据及应付账款	1,546.27	1,726.68	1,558.42	2,019.35	1,856.22
其他	490.20	549.94	670.41	669.89	744.05
<b>流动负债合计</b>	<b>2,420.76</b>	<b>3,242.39</b>	<b>3,231.83</b>	<b>3,808.76</b>	<b>3,665.41</b>
长期借款	3,399.32	2,059.40	2,012.00	2,012.00	2,023.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	736.55	399.45	568.00	483.73	525.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,135.87</b>	<b>2,458.85</b>	<b>2,580.00</b>	<b>2,495.73</b>	<b>2,548.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,659.13</b>	<b>5,815.54</b>	<b>5,811.83</b>	<b>6,304.48</b>	<b>6,214.27</b>
少数股东权益	545.59	559.19	550.37	538.20	522.62
股本	1,797.59	1,797.59	1,797.59	1,797.59	1,797.59
资本公积	7,223.97	7,225.56	7,225.56	8,367.92	8,367.92
留存收益	3,084.76	3,472.72	3,922.38	4,542.88	5,337.57
其他	(0.48)	0.68	(0.17)	0.01	0.18
<b>股东权益合计</b>	<b>12,651.44</b>	<b>13,055.75</b>	<b>13,495.73</b>	<b>15,246.60</b>	<b>16,025.87</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,310.57</b>	<b>18,871.28</b>	<b>19,307.57</b>	<b>21,551.09</b>	<b>22,240.15</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,008.54)	404.99	473.32	653.16	836.51
折旧摊销	819.51	746.77	816.51	940.03	1,056.95
财务费用	182.80	257.75	82.50	93.13	97.16
投资损失	(33.03)	(31.42)	(46.00)	(39.00)	(32.00)
营运资金变动	(156.69)	217.96	(411.97)	495.07	(552.20)
其它	1,664.17	29.22	12.90	3.64	4.41
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,468.21</b>	<b>1,625.28</b>	<b>927.27</b>	<b>2,146.04</b>	<b>1,410.82</b>
资本支出	303.90	1,610.75	381.95	794.57	658.06
长期投资	(0.83)	(1.79)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,510.50)	(1,762.06)	(930.81)	(1,498.77)	(1,367.88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,207.42)</b>	<b>(153.10)</b>	<b>(548.86)</b>	<b>(704.20)</b>	<b>(709.82)</b>
债权融资	226.49	(942.30)	(109.58)	31.83	(144.76)
股权融资	0.24	(177.01)	(24.06)	1,110.52	(40.84)
其他	(499.38)	(412.65)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(272.65)</b>	<b>(1,531.96)</b>	<b>(133.63)</b>	<b>1,142.35</b>	<b>(185.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(11.86)</b>	<b>(59.79)</b>	<b>244.78</b>	<b>2,584.19</b>	<b>515.40</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7,191.03</b>	<b>7,855.46</b>	<b>7,857.79</b>	<b>8,611.28</b>	<b>9,456.19</b>
营业成本	6,084.64	6,595.55	6,570.20	7,076.91	7,665.97
营业税金及附加	46.27	48.45	48.72	53.39	58.63
销售费用	32.49	37.71	41.65	41.33	44.44
管理费用	236.64	263.64	278.95	279.87	289.36
研发费用	271.70	255.04	290.74	295.37	308.27
财务费用	216.35	217.67	82.50	93.13	97.16
资产/信用减值损失	(1,396.81)	(66.98)	(57.00)	(58.43)	(60.63)
公允价值变动收益	2.91	11.50	22.18	16.45	20.81
投资净收益	33.03	31.42	46.00	39.00	32.00
其他	2,694.34	(29.99)	0.00	(0.00)	0.00
<b>营业利润</b>	<b>(1,030.53)</b>	<b>491.46</b>	<b>556.21</b>	<b>768.30</b>	<b>984.54</b>
营业外收入	36.48	7.92	7.00	7.00	7.00
营业外支出	2.74	12.19	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>(996.79)</b>	<b>487.18</b>	<b>558.21</b>	<b>770.30</b>	<b>986.54</b>
所得税	11.75	82.19	94.17	129.95	166.43
<b>净利润</b>	<b>(1,008.54)</b>	<b>404.99</b>	<b>464.04</b>	<b>640.35</b>	<b>820.11</b>
少数股东损益	(128.63)	17.03	(9.28)	(12.81)	(16.40)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(879.92)</b>	<b>387.96</b>	<b>473.32</b>	<b>653.16</b>	<b>836.51</b>
每股收益(元)	(0.49)	0.22	0.26	0.36	0.47

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.61%	9.24%	0.03%	9.59%	9.81%
营业利润	-208.10%	-147.69%	13.18%	38.13%	28.15%
归属于母公司净利润	-205.23%	-144.09%	22.00%	37.99%	28.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.39%	16.04%	16.39%	17.82%	18.93%
净利率	-12.24%	4.94%	6.02%	7.58%	8.85%
ROE	-7.27%	3.10%	3.66%	4.44%	5.40%
ROIC	-6.69%	4.92%	4.17%	5.61%	7.39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.48%	30.82%	30.10%	29.25%	27.94%
净负债率	14.41%	7.15%	4.91%	-11.79%	-14.73%
流动比率	2.64	1.79	2.04	2.42	2.80
速动比率	2.63	1.79	2.04	2.42	2.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.22	3.54	3.27	3.43	3.50
存货周转率	579.05	560.96	574.07	584.07	592.09
总资产周转率	0.37	0.41	0.41	0.42	0.43
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.49	0.22	0.26	0.36	0.47
每股经营现金流	0.82	0.90	0.52	1.19	0.78
每股净资产	6.73	6.95	7.20	8.18	8.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	-28.34	64.27	52.68	38.17	29.81
市净率	2.06	2.00	1.93	1.70	1.61
EV/EBITDA	4.94	10.79	16.36	12.04	9.92
EV/EBIT	6.67	18.57	35.57	24.35	19.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com